



**You have downloaded a document from
RE-BUŚ
repository of the University of Silesia in Katowice**

Title: Teoria efektywnych rynków a wykorzystywanie poufnych informacji

Author: Mirosław Czerwiński

Citation style: Czerwiński Mirosław. (1996). "Szara strefa" a inflacja w gospodarce. W: M. Smejda (red.), ""Szara strefa" w okresie transformacji ustrojowej gospodarki polskiej" (S. 48-58). Katowice : Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersYTET ŚLĄSKI
W KATOWICACH



Biblioteka
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki
i Szkolnictwa Wyższego

TEORIA EFEKTYWNYCH RYNKÓW A WYKORZYSTYWANIE POUFNYCH INFORMACJI

ISTOTA PROBLEMU

Warszawska Giełda Papierów Wartościowych liczy zaledwie kilka lat. Jej pierwsze notowanie miało miejsce 16 kwietnia 1991 r. Od samego początku nieobce jej jest zjawisko określane jako *insider trading*, czyli wykorzystywanie poufnych informacji w celu osiągnięcia nadzwyczajnych zysków. Najgłośniejsza była „sprawa Wedla” w 1992 r. Zarząd tej spółki akcyjnej notowanej na giełdzie nie podał natychmiast do publicznej wiadomości, mimo istnienia takiego obowiązku, informacji o zwolnieniu podatkowym swojej firmy. Po jej ujawnieniu nastąpił szybki wzrost kursów akcji Wedla. Fakt ten mógł być, i z pewnością był, wykorzystywany przez tych insiderów, którzy o tej informacji wiedzieli wcześniej. W ciągu zaledwie dwóch tygodni różnica w kursach akcji Wedla pozwoliła „dobrze poinformowanym” zarobić netto, obracając zaledwie 1000 akcji tej firmy, ok. 5000 zł (50 milionów starych złotych)¹. Nikomu jednak nic nie udowodniono. Zawieszono jedynie na kilka sesji giełdowych obrót akcjami Wedla.

¹ K. Szwedzik: *Knebel na giełdzie*. „Polityka” z 19 grudnia 1992.

Problem wykorzystywania poufnych informacji to bolączka wszystkich, nawet tych najbardziej rozwiniętych giełd światowych. Warto więc przyjrzeć się temu zjawisku zarówno od strony podbudowy teoretycznej, jak i od strony prób prawnego skodyfikowania przez kraje Unii Europejskiej.

TEORIA EFEKTYWNYCH RYNKÓW (EMH – *efficient markets hypothesis*)

Charles W. Smith, analizując filozofię gry giełdowej, wyróżnił cztery grupy graczy giełdowych: fundamentalistów (*fundamentalists*), poszukiwaczy poufnych informacji (*insider traders*), analityków technicznych, zwanych wykresowcami (*chartists*) oraz handlowców (*traders*)². Każda z tych grup w próbach osiągnięcia większych niż przeciętna zysków z gry na giełdzie stosuje inne metody, mające to ułatwić. Fundamentalisci gromadzą i analizują przede wszystkim informacje pokazujące sytuację ekonomiczną danej firmy. Decydujące znaczenie mają dla nich zatem wyniki ekonomiczne spółek akcyjnych. *Insider traders* starają się uzyskać, a następnie wykorzystać w grze giełdowej istotną informację, zanim ta stanie się informacją publiczną. Jeżeli im się to uda, rezultatem są zazwyczaj bardzo znaczne zyski. Z kolei wykresowcy wierzą, że na podstawie analizy kursów akcji w przeszłości można przewidywać ich zmiany w przyszłości. Posługując się wieloma przemysłowymi wykresami, prognozują przyszłe ceny na giełdzie. Wreszcie handlowiec liczy na intuicyjne wyczucie „pulsu rynku”. Znając pewne schematy funkcjonowania rynku giełdowego, np. występujące na przemian *hossy* i *bessy*, stara się – poprzez wcześniejsze reagowanie na te zmiany – wyprzedzić innych graczy giełdowych. W świetle teorii efektywnych rynków zarówno fundamentalista,

² Ch. W. Smith: *The Mind on the Market. A Study of Stock Market Philosophies, Their Users and Their Implications*. New Jersey 1981, s. 23–24.

wykresowiec, jak i handlowiec nie mogą liczyć na większe niż przeciętne zyski. Ich wysiłki są bezowocne. Nie dotyczy to jedynie insidera.

Teoria efektywnych rynków wymaga, aby spełnione były pewne warunki, podobnie jak jest to w przypadku modelu rynku konkurencji doskonałej. Rynek efektywny to taki rynek, na którym cała dostępna informacja znajduje w pełni natychmiastowe odzwierciedlenie w cenach giełdowych. Zakłada się przy tym, że mamy do czynienia z doskonałym przepływem informacji do wszystkich uczestników gry giełdowej, a ponadto nie występują żadne utrudnienia w obrotach giełdowych, takie jak koszty przeprowadzania transakcji, podatki itp. Przyjęcie takiego modelu prowadzi do wniosku, że skoro każda nowa informacja, mogąca mieć wpływ na cenę akcji, jest natychmiast w tej cenie uwzględniona, to nic już nie da próba ponownego jej wykorzystania. Inaczej mówiąc, nie da się osiągnąć zysków większych niż przeciętne. Nie można pokonać rynku. Teoria ta nie oznacza, że nie można osiągnąć w krótkim okresie dużych ponadprzeciętnych zysków. Mówi jedynie, że w dłuższym okresie te większe zyski będą zrównoważone przez większe ponadprzeciętne straty. Bilans ponadprzeciętnych zysków i strat będzie się równoważył³. Wygranie z rynkiem efektywnym jest niemożliwe. Nasuwa się tu analogia z prawem popytu i podaży. Owszem, cena może przejściowo się wahać. Gdy jednak będą spełnione warunki konkurencji doskonałej, to zmierzać ona będzie do ceny równowagi – najbardziej optymalnej i efektywnej ceny na rynku.

Teorii efektywnych rynków można by postawić w tym miejscu zarzut, że założenie o natychmiastowym dostępie do pełnej informacji wszystkich uczestników rynku giełdowego jest niemożliwe do spełnienia⁴. Zwolennicy EMH, zdając sobie sprawę

³ J. Rutterford: *Introduction to Stock Exchange Investment*. London 1993, s. 289.

⁴ Można podnieść jeszcze jedną wątpliwość. Zakładając nawet, że doskonały dostęp do informacji jest w dobie elektronicznej możliwy, to trzeba by jeszcze założyć, że każdy uczestnik gry giełdowej posiada umiejętności natychmiastowej i prawidłowej interpretacji uzyskiwanych informacji.

z zasadności tego zarzutu, wyróżniają trzy rodzaje efektywności rynku w zależności od zakresu dostępnej informacji:

- słabą efektywność (*weak form efficiency*),
- średnią efektywność (*semi-strong form efficiency*),
- mocną efektywność (*strong form efficiency*)⁵.

Rynek o słabej efektywności to taki, na którym aktualne ceny uwzględniają w pełni informacje dotyczące cen papierów wartościowych w przeszłości. Wynika z tego, że wszelka analiza – przy zastosowaniu najbardziej nawet skomplikowanych technik komputerowych – dotychczasowych i przeszłych zmian cen oraz budowanie na tej podstawie strategii gry giełdowej nie może przynieść ponadprzeciętnych zysków. Wszelkie bowiem istotne informacje znalazły już odzwierciedlenie w cenie. Wysiłki wykresowca nie mogą zatem przynieść oczekiwanych przez niego rezultatów, bowiem nie da się przewidzieć jutrzejszej zmiany ceny przez analizę dzisiejszej i poprzednich zmian cen. Nie można tu mówić o żadnym trendzie. Mamy do czynienia raczej z tzw. *random walk*, czyli z wyborem losowym.

Burton Malkiel, amerykański finansista, jeden z najbardziej zagorzałych zwolenników teorii efektywnych rynków, porównuje zachowania wykresowców do próby odgadnięcia efektów kolejnych rzutów monetą. Następny rzut jest zawsze nieprzewidywalny, nawet jeżeli – rzucając monetę – otrzymaliśmy 10 orłów pod rząd, prawdopodobieństwo, że w rzucie 11 też będzie orzeł, wynosi w dalszym ciągu 50%. B. Malkiel przysporzył sobie zresztą wśród analityków technicznych licznych wrogów, ośmieszając ich banalnymi eksperymentami. Prosił swoich studentów o sporządzanie wykresów będących rezultatem bardzo wielu rzutów monetą, a zatem zupełnie przypadkowych. Przedstawił je następnie wykresowcom, dla których prawie zawsze wykres taki był dowodem na istnienie daleko idących prawidłowości w trendach giełdowych. Nie wiedzieli oni jedynie, w jaki sposób te wykresy powstały⁶.

⁵ D. Blake: *Financial Market Analysis*. London 1990, s. 243–248.

⁶ B. G. Malkiel: *A Random Walk Down Wall Street*. New York–London 1990, s. 134–136.

Rynek o średniej efektywności obejmuje nie tylko informacje o kształtowaniu się cen w przeszłości, ale również wszelkie dostępne publiczne informacje o firmach i rynku. Bieżące ceny na rynku papierów wartościowych uwzględniają zatem np. wszystkie informacje dotyczące aktualnego stanu finansowego spółki giełdowej. Oznacza to, że nawet najbardziej dokładna analiza fundamentalna danej firmy nie może przynieść ponadprzeciętnych zysków, ponieważ uzyskane w ten sposób informacje są już odzwierciedlone w cenach. Dotyczy to również analizy poszczególnych branż czy rynku jako całości. Prowadzi to do wniosku, że wysiłki zarówno fundamentalisty, jak i handlowca w celu pokonania rynku nie mogą przynieść oczekiwanych przez nich rezultatów.

Pozostaje jeszcze tzw. mocna efektywność rynku, kiedy wszelkie informacje o rynku, a więc zarówno dotyczące kształtowania się cen w przeszłości, jak i wszystkie publicznie dostępne, ale również i wewnętrzne, poufne, są odzwierciedlone w bieżących cenach na giełdzie. Ta forma rynku efektywnego wyklucza zatem możliwość intratnego wykorzystania poufnych, niedostępnych publicznie informacji. Wysiłki insidera również byłyby bezowocne.

Analiza działalności giełd światowych dowodzi, że przeważająca większość to rynki średnio i słabo efektywne⁷. Prowadzi to do zaskakujących wniosków. W sposób najbardziej ekstremalny ujął to B. Malkiel w stwierdzeniu: „Małpa z zasłoniętymi oczami, rzucająca strzałkami na finansowe strony gazet, może wybrać *portfolio* tak samo dobre, jak i to wyselekcjonowane przez ekspertów.”⁸ Nie potwierdzono jednak istnienia mocnej efektywności rynków. Oznacza to, że insider może pokonać

⁷ J. Rutterford: *Introduction...*, s. 308. Zob. też K. Jajuga, T. Jajuga: *Jak inwestować w papiery wartościowe*. Warszawa 1993, s. 31.

⁸ B. Malkiel: *A Random...*, s. 245. Stwierdzenie to dało nawet początek pewnej zabawnej rywalizacji wymyślonej przez dziennikarzy „The Wall Street Journal”. Proszą oni najlepszych finansistów o wybór portfela akcji, w które wedle ich prognoz warto zainwestować, i jednocześnie konstruują tzw. małpi portfel przez zupełnie przypadkowy wybór zestawu akcji. Po około miesiącu porównuje się uzyskane wyniki. Zgodnie z teorią efektywnych rynków wyniki te nie powinny od siebie odbiegać. „Konkurs” ten rozpoczęto w USA

rynek. Wykorzystywanie poufnych informacji, zanim zostaną podane do publicznej wiadomości, może przynieść ponadprzeciętne, niezasłużone zyski. W rezultacie proceder ten uznano za nielegalny na wielu giełdach.

INSIDER TRADING

Najwcześniej, bo już na początku XX w., problemem wykorzystywania poufnych informacji zaczęto interesować się w Stanach Zjednoczonych. Henry Manne w swej książce poświęconej *insider trading* rozumiał ten proceder bardzo szeroko. Pojęciem tym obejmował nie tylko korzystanie z wewnętrznych, nie publikowanych dotąd informacji, ale również celowe manipulowanie cenami akcji przez np. publikację nieprawdziwych informacji w celu zmylenia innych graczy czy sztuczne wpływanie na ceny rynkowe⁹. Preparowanie fałszywych informacji mogło przynieść całkiem pokaźne zyski. Na przykład w 1970 r. na giełdach światowych nastąpiła znacznawyżka cen akcji australijskich spółek wydobywczych w związku z odkryciem na tym kontynencie dużych złóż niklu. Jak się okazało, wiadomość ta była fałszywa, prawdziwe były natomiast setki tysięcy dolarów zarobione przez osoby znające prawdę.

Obecnie jednak tego typu dezinformacja należy już do historii¹⁰. Tym, co nabrało szczególnego znaczenia na współczesnych giełdach, są informacje prawdziwe, ale nie opublikowane, poufne – przynajmniej do dnia ich ujawnienia. Ci, którzy mają dostęp do tych informacji, mogą – robiąc z nich użytek – czerpać znaczne korzyści finansowe. W tym też znaczeniu będziemy rozumieć *insider trading*.

w 1988 r., a w Europie w 1992 r. Dotychczasowy przebieg tej rywalizacji daje w USA zwycięstwo specjalistów 22:17, a w Europie zwycięstwo „portfela małpiego” 8:7. Zob. „Gazeta Wyborcza” 1993, nr 236.

⁹ H. G. Manne: *Insider Trading and the Stock Market*. New York 1966, s. 147–153.

¹⁰ A. Sopoćko: *Giełda papierów wartościowych*. Warszawa 1991, s. 111.

Na pokusę wykorzystania poufnych informacji narażone są zwłaszcza osoby pełniące wysokie funkcje w przedsiębiorstwach, w dużych firmach maklerskich czy w bankach inwestycyjnych przygotowujących np. transakcje przejęcia jednej firmy przez drugą. W grę wchodzi znaczne korzyści majątkowe. W ostatnich kilku latach sporo było dużych afer związanych z wykorzystaniem poufnych informacji. W Niemczech głośna była w 1993 r. sprawa przewodniczącego związku zawodowego IG Metall Franza Steinkuehlera, będącego równocześnie członkiem rady nadzorczej koncernu Daimler-Benz. Wykorzystując dostęp do nie ujawnionych publicznie informacji dotyczących planów wymiany akcji pomiędzy Mercedesem i Daimlerem, zarobił 100 tys. marek. Ponieważ cała sprawa wyszła na jaw, był zmuszony zrezygnować z obu stanowisk, jednak proces sądowy nie miał miejsca, bowiem w świetle ówczesnego niemieckiego prawa nie popełnił on przestępstwa. W Hiszpanii z kolei podejrzanym o *insider trading* był Mario Rubio – prezes banku centralnego. Największa jednak z dotąd ujawnionych afer z wykorzystaniem poufnych informacji miała miejsce w Stanach Zjednoczonych w drugiej połowie lat osiemdziesiątych. Zaplątani w nią byli bardzo znani finansisci z Wall Street: Michael Milken, Ivan Boesky i Dennis Levine. Wszyscy znaleźli się w więzieniu¹¹.

Trzeba jednak dodać, że Stany Zjednoczone są krajem, w którym problem *insider trading* jest znany systemowi prawnemu (w postaci tzw. *case law*) już od lat trzydziestych. Jeżeli chodzi o Europę, to najwcześniej, bo w 1970 r., uznano ten proceder za przestępstwo we Francji, a w 1980 r. w Wielkiej Brytanii¹². Dlatego też jedynie w tych krajach miały miejsce wy-

¹¹ Szczegóły można znaleźć w książce D. B. Levine, W. Hoffer: *Wall Street od podszewki*. Sosnowiec 1994.

¹² *Insider Trading. The Laws of Europe, the United States and Japan* Ed. E. Gaillard. Deventer 1992, s. 5. W przypadku większości krajów europejskich prawne uregulowania *insider trading* wprowadzono niedawno: Dania – 1987 r., Grecja – 1988 r., Holandia i Belgia – 1989 r., Irlandia – 1990 r., Hiszpania, Portugalia, Luksemburg i Włochy – 1991 r., Norwegia i Szwecja – 1985 r., Szwajcaria i Finlandia – 1988 r., Austria – 1989 r. Niemcy uznały ten proceder za nielegalny dopiero w 1994 r.

grane procesy z insiderami¹³. Trzeba bowiem pamiętać, że przeciwdziałanie *insider trading* jest bardzo trudne. Najczęściej osoby, które mają dostęp do poufnych informacji, nie dokonują operacji giełdowych bezpośrednio. Korzystają w tym celu z usług pośredników, w tym bardzo często z osób czy instytucji znajdujących się za granicą, w tych krajach, gdzie obowiązuje ścisła zasada tajemnicy bankowej (np. Luksemburg czy Szwajcaria). Sposobem na skuteczniejszą walkę z tym procederem może być wzajemna współpraca i wymiana informacji pomiędzy organami kontrolującymi rynek papierów wartościowych w różnych krajach. Pierwszym krokiem w tym kierunku jest ujęcie w jednolite ramy prawne problemu *insider trading* w krajach Unii Europejskiej.

INSIDER TRADING W ŚWIEŁE PRAWA UNII EUROPEJSKIEJ

Ze względu na powiększający się zasięg wykorzystania poufnych informacji kraje Unii Europejskiej uznały, że potrzebny jest tu szerszy niż dotąd obszar współpracy. Punkt wyjścia stanowiło przyjęcie dwóch dokumentów. Pierwszym była Konwencja Rady Europy dotycząca *insider trading*, uchwalona 20 kwietnia 1989 r. Weszła ona w życie 1 października 1991 r., po jej ratyfikowaniu przez Norwęgę, Wielką Brytanię i Szwecję. Jej celem jest głównie pomoc w wymianie informacji związanych z procederem *insider trading*. Konwencja jest otwarta również dla krajów spoza Europy¹⁴. Drugim dokumentem jest Dyrektywa Wspólnoty Europejskiej z 13 listopada 1989 r., której celem

¹³ Zob. przedruk artykułu z „Wall Street Journal” – *Zmowa przecieków*. „Gazeta Wyborcza” 1993, nr 264.

Największe sukcesy w karaniu insiderów ma SEC, czyli Security and Exchange Commission – amerykański odpowiednik polskiej Komisji Papierów Wartościowych. Od 1980 r. przeprowadziła ponad 350 procesów, z którym większość wykazała przestępstwo wykorzystania poufnej informacji.

¹⁴ Warto w tym miejscu przypomnieć, że Polska jest członkiem Rady Europy.

jest koordynacja uregulowań prawnych związanych z *insider trading*.

Dyrektywa i Konwencja są dokumentami wzajemnie uzupełniającymi się. Określono samo pojęcie poufnej informacji i wskazano, kogo należy rozumieć pod pojęciem insidera. Aby informacja była uznana za poufną, musi charakteryzować się trzema cechami. Po pierwsze, jest to informacja nie ujawniona publicznie; po drugie, jest precyzyjna, dokładna, a nie ogólnikowa; po trzecie, istnieje duże prawdopodobieństwo jej znaczącego wpływu na ceny papierów wartościowych, których dotyczy¹⁵. Oczywiście samo posiadanie takiej informacji nie oznacza jeszcze uprawiania nielegalnego procederu. Za *insider trading* uznaje się nieregularne operacje na zorganizowanym rynku giełdowym, przeprowadzane przy świadomym, umyślnym wykorzystaniu takiej informacji w celu zapewnienia sobie uprzywilejowanej pozycji¹⁶. Ponieważ na pokusę wykorzystania poufnej informacji są zwłaszcza narażone pewne grupy osób, Dyrektywa dzieli insiderów na pierwotnych i wtórnych¹⁷. Za potencjalnych insiderów pierwotnych (*primary insiders*) uznaje się trzy kręgi osób:

- każdą osobę, która ma dostęp do poufnych informacji na mocy swojego członkostwa w administracyjnych, zarządczych lub nadzorczych organach emitenta;
- każdą osobę, która ma dostęp do poufnych informacji na mocy posiadania udziałów kapitałowych emitenta, dotyczy to zatem wszystkich akcjonariuszy bez względu na wielkość ich udziałów;
- każdą osobę, która ma dostęp do poufnych informacji z racji zatrudnienia bądź wykonywania jakichś zadań dla danej firmy.

Z kolei za tzw. insiderów wtórnych (*secondary insiders*) uznaje się każdą osobę, której nie można zaliczyć do pierwotnych, a która z pełną wiedzą wykorzystuje uzyskaną w sposób pośred-

¹⁵ J. Pingel: *The EC Directive of 1989*. In: *Insider Trading...*, s. 6.

¹⁶ F. W. Hondius: *The Council of Europe's Convection of 1989*. In: *Insider Trading...*, s. 25.

¹⁷ J. Pingel: *The EC Directive...*, s. 10–11.

dni lub bezpośredni poufną informację. A zatem potencjalni insiderzy wywodzić się mogą przede wszystkim spośród wysokich funkcjonariuszy emitenta, mających bezpośredni dostęp do informacji, jakie mogą mieć duże znaczenie na rynku papierów wartościowych. Równocześnie jednak za pierwotnych insiderów mogą być uznani ludzie nie związani bezpośrednio ze spółką akcyjną, np. przedstawiciele rządu, banków lub zewnętrzni konsultanci m.in. finansowi, którzy mogą mieć dostęp do poufnych informacji. Z kolei pojęcie insiderów wtórnych dotyczy zwłaszcza osób, które mogłyby być pośrednikami dla insiderów pierwotnych. Co jednak ciekawe, *insider trading* nie dotyczyłby tych osób, które uzyskały poufną informację całkowicie przypadkowo. Podaje się tu przykład kierowcy taksówki¹⁸.

Uznając proceder *insider trading* za nielegalny, władze Wspólnoty Europejskiej nie sprecyzowały w tych dokumentach ewentualnych sankcji. Zarówno rodzaj, jak i zakres kar pozostawiono w indywidualnej gestii każdego kraju członkowskiego¹⁹.

Uregulowania prawne zawarte w Dyrektywie i w Konwencji są niewątpliwie pomocą interpretacyjną, ułatwiającą sprecyzowanie prawne tego zjawiska. Na przykład w polskiej ustawie prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych przyjęto określenie informacji poufnej bardzo zbliżone do ujęcia zawartego w Dyrektywie. Uznaje się, że informacją poufną „jest informacja dotycząca emitenta lub papieru wartościowego, która nie została podana do publicznej wiadomości, a która po ujawnieniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę papieru wartościowego”²⁰. Wątpliwe jest jednak, aby definicyjne ujednolicenie wystarczyło do walki z wy-

¹⁸ F. W. Hondius: *The Council...*, s. 26.

¹⁹ J. Pingel: *The EC Directive...* s. 19.

²⁰ Art. 119a § 3 znowelizowanej ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi o funduszach powierniczych, która weszła w życie 14 lutego 1994 r. „Rzeczpospolita” z 17 stycznia 1994, nr 13. W tym samym art. 119a precyzuje się wysokość kar za wykorzystanie informacji poufnej: pozbawienie wolności od 6 miesięcy do 5 lat i grzywnę do 5 mln złotych.

korzystywaniem poufnych informacji. Choć większość europejskich krajów wprowadziła w ostatnich kilku latach przepisy zabraniające korzystania w grze giełdowej z takich informacji, to trzeba pamiętać, że udowodnienie tego typu przewinienia jest bardzo trudne. W praktyce insiderzy bądź ich pośrednicy zakładają swoje konta tam, gdzie są chronieni zasadą tajemnicy bankowej. To praktycznie uniemożliwia zebranie dowodów na korzystanie z poufnych informacji nawet wówczas, gdy mamy do czynienia z uzasadnionymi wątpliwościami. Nawet gdyby wprowadzić rozwiązanie amerykańskie, polegające na możliwości wglądu przez SEC w konta bankowe, to i tak zawsze będzie możliwe skorzystanie np. z dyskretnych banków szwajcarskich. Te wątpliwości potwierdza – niestety – praktyka. Bardzo niewiele, mimo istnienia niewątpliwych poszlak, wygrano procesów z informacyjnymi insiderami. Wspomniana wcześniej amerykańska afera z końca lat osiemdziesiątych zakończyła się udowodnieniem insiderom winy tylko dlatego, że doszło do bezprecedensowego złamania tajemnicy bankowej.

W tym świetle nie wydaje się możliwe, aby kiedykolwiek rynek papierów wartościowych wykazał się tzw. mocną efektywnością. Ceną, jaką trzeba by zapłacić za osiągnięcie takiej efektywności, musiałoby być ograniczenie przywilejów płynących z liberalnej koncepcji rozwoju społeczeństw.